



Alexander Kitanoff

## Der Erwerb eigener Aktien

Aktienrückkäufe und Interessen  
der Gläubiger, Aktionäre und des  
Kapitalmarkts



# Inhaltsverzeichnis

Kapitel 1 Dogmatische Grundlagen _____	15
A. Rechtshistorische Entwicklung _____	15
I. Fehlen einer gesetzlichen Regelung vor 1870 _____	15
II. Erste gesetzliche Regelung im Jahre 1870 _____	18
III. Aktienrechtsnovelle von 1884 _____	19
IV. Weltwirtschaftskrise und die deutsche Bankenkrise – die Notverordnung von 1931 _____	21
V. Umsetzung der Kapitalrichtlinie 1978 und das KonTraG 1998 _____	24
B. Beweggründe für den Erwerb eigener Aktien _____	26
I. Grundlagen _____	26
II. Instrument des Finanzmanagements _____	27
III. Signalisierung einer Unterbewertung _____	31
IV. Einfluss auf die Gestaltung der Aktionärsstruktur _____	32
V. Handel in eigenen Aktien _____	35
VI. Weitere Erwerbsmotive und Zusammenfassung _____	36
C. Erwerbsmethoden _____	37
I. Erwerb über die Börse _____	37
II. Öffentliches Rückkaufverfahren außerhalb der Börse _____	38
1. Festpreisverfahren („fixed price tender offer“) _____	38
2. Holländische Versteigerung („dutch auction“) _____	40
III. Rückkauf mittels Derivaten – Übertragbare Andienungsrechte _____	41
IV. Individueller Paketerwerb _____	43
V. Dominanz des Rückkaufs über die Börse _____	45
D. Erwerb eigener Aktien und die Kapitalverfassung der Gesellschaft _____	46
I. Kapitalerhaltung durch § 57 AktG _____	46
II. Aktienrückkäufe als Rückgewähr von Einlagen _____	50
III. Der Rückerwerb als alternative Ausschüttung _____	52
1. Wert eigener Aktien _____	52
a) Eigene Aktien als Vermögenswerte _____	52
b) Eigene Aktien als „Leerstellen im Kapitalgefüge“ _____	53
c) Stellungnahme _____	54
2. Der historische Hintergrund des § 57 Abs. 1 S. 2 AktG _____	57
3. Überhöhter Erwerbspreis als unzulässige Einlagenrückgewähr? _____	63
4. Ergebnis _____	67

5. Steuerrechtliche Auswirkungen _____	69
E. Erwerbsvoraussetzungen _____	72
I. Vorgaben durch die europäische Kapitalrichtlinie _____	72
II. Umsetzung der Kapitalrichtlinie ins deutsche Recht _____	73
III. Vorliegen eines Erwerbstatbestandes _____	76
1. Privilegierter Erwerb, § 71 I Nr. 4 bis 6 AktG _____	76
2. Zweckgebundene Erwerbstatbestände _____	78
a) Abwehr eines schweren, unmittelbaren Schadens _____	78
b) Belegschaftsaktienprogramm _____	80
c) Abfindung von Aktionären _____	81
d) Handel in eigenen Wertpapieren _____	83
3. Ermächtigung ohne gesetzliche Zweckvorgabe, § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG _____	85
a) Ermächtigungsbeschluss der Hauptversammlung _____	85
b) Verbot des Handels in eigenen Wertpapieren _____	87
4. Bestandsgrenze nach § 71 Abs. 2 S. 1 AktG _____	90
5. Rücklage für eigene Aktien (§ 71 Abs. 2 S. 2 AktG) _____	91
6. Gebot der Volleinzahlung der Aktien _____	92
F. Zusammenfassung und weiterer Gang der Untersuchung _____	92
 Kapitel 2 Gläubigerschutz _____	 95
A. Grundsatz der Kapitalerhaltung _____	95
B. Bilanzierung eigener Aktien gemäß § 272 Abs. 4 HGB _____	97
C. Bilanzierung nach § 272 Abs. 1 S. 4 bis 6 HGB _____	102
I. Die US-Bilanzierungspraxis (par value method) als Vorbild _____	102
II. Kapitalherabsetzung durch Einziehung eigener Aktien _____	105
1. Erwerb gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 6 AktG _____	105
2. Erwerb nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 6 AktG _____	107
III. Amortisation eigener Aktien _____	112
1. Zusammenhang zwischen Aktienzahl und Höhe des Grundkapitals bei Stückaktien _____	112
2. Amortisation bei Rückkauf gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 6 AktG _____	114
3. Amortisation gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 6 AktG _____	115
D. Kapitalschutz bei Barabfindung nach §§ 29, 207 UmwG _____	118
I. Erwerbspflicht eigener Aktien und Gläubigerinteressen bei einer Umwandlung _____	118
II. Kapitalschutz vor Eintragung der Umwandlung _____	120
III. Kapitalschutz nach dem Verschmelzungsbeschlusses _____	121
1. Problemstellung _____	121
2. Unbedingte Erwerbspflicht eigener Aktien _____	121

3. Bedingte Erwerbspflicht _____	122
4. Stellungnahme _____	123
E. Finanzierung des Aktienrückkaufs durch Dritte, § 71a AktG _____	124
I. Normzweck und Entstehungsgeschichte _____	124
II. Verhältnis von § 71a AktG zu § 57 AktG _____	127
III. Verhältnis zu § 71 AktG _____	129
IV. Anwendungsbereiche des § 71a Abs. 1 AktG _____	130
1. Abgrenzung zwischen § 71a Abs. 1 und Abs. 2 AktG _____	130
2. Finanzierungshilfe nach Kontrollerwerb _____	130
3. Verschmelzung der Ziel- auf die Erwerbergesellschaft _____	133
4. Zustimmung zu einer Schuldübernahme als Finanzierungshilfe – der Fall Babcock Borsig AG _____	134
V. Zusammenfassung _____	137
F. Ergebnis _____	138
 Kapitel 3 Aktionäre und Gesellschaft _____	 139
A. Rechtsstellung der Aktionäre _____	139
B. Gleichbehandlung der Aktionäre gemäß § 53a AktG _____	141
I. Bedeutung _____	141
II. Erwerb über die Börse _____	142
III. Erwerb außerhalb der Börse _____	143
1. Öffentliches Rückkaufangebot zu einem Festpreis _____	143
2. Holländische Versteigerung („dutch auction“) _____	145
3. Ausgabe übertragbarer Verkaufsoptionen _____	145
4. Individueller Paketerwerb von einem bestimmten Aktionär _____	146
IV. Zusammenfassung _____	148
C. Innergesellschaftliche Kompetenzverteilung _____	148
I. Eliminierung der Kontrollfunktion der Hauptversammlung _____	148
II. Gestaltung des Aktionärskreises der Gesellschaft _____	150
1. Möglichkeiten mittels eines Aktienrückkaufs _____	150
2. Befugnis der Verwaltung zur Einflussnahme _____	151
a) Neutralitätspflicht des Vorstands _____	151
b) Leitungskompetenz des Vorstands _____	153
c) Eigene Ansicht – strikte, ausnahmslose Neutralität _____	155
d) Reichweite und Anwendungsbereich _____	158
3. Individueller Paketerwerb _____	160
a) Meinungsstand _____	160
b) Zustimmung der Aktionäre _____	160
c) Sachliche Rechtfertigung _____	163
d) Zulässige Höhe des Paketzuschlags _____	164

e) Jederzeit zulässiger „negotiated repurchase“ zum Börsenkurs? _____	166
4. Verteidigungsmittel gegen eine feindliche Übernahme _____	168
a) Der Konflikt zwischen den „principals“ und den „agents“ _____	168
b) Eignung von Aktienrückkäufen zur Abwehr eines Übernahmeangebots _____	170
c) Zulässigkeit eines defensiven Aktienrückkaufs _____	173
d) Greenmailing _____	178
e) Ausnahmen _____	178
5. Kapitalmarktrechtliche Überlagerung durch § 33 WpÜG _____	179
a) Verhältnis zum Aktienrecht _____	179
b) Aktienrückkäufe nach § 33 WpÜG _____	179
c) Verhältnis von § 33 Abs. 1 S. 2 WpÜG zu § 33 Abs. 2 WpÜG bei Rückkaufermächtigungen _____	181
d) Widerspruch zwischen § 33 WpÜG und der strikten Neutralitätspflicht _____	183
6. Platzierung eigener Aktien bei Verbündeten _____	185
a) Problematik _____	185
b) Bezugsrecht der Aktionäre auf eigene Aktien _____	186
c) Ablehnung eines Bezugsrechts _____	187
d) Eigene Ansicht _____	187
7. Abfindung nach Verschmelzung gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 3 AktG _____	189
III. Gewinnverwendungskompetenz der Hauptversammlung _____	191
D. Eigene Aktien bei anderen Strukturmaßnahmen der Gesellschaft _____	192
I. Eigene Aktien und der Ausschluss von Minderheitsgesellschaftern _____	192
1. Das Institut des „Squeeze-out“ _____	192
2. Berechnung der Kapitalmehrheit _____	193
3. Eigene Aktien nach vollzogener Barabfindung _____	196
II. Eigene Aktien bei einer Kapitalerhöhung _____	197
1. Hintergrund _____	197
2. Eigene Aktien als ausstehende Einlagen analog § 182 Abs. 4 AktG? _____	197
3. Bezugsrechte aus eigenen Aktien _____	199
E. Zusammenfassung _____	202
Kapitel 4 Kapitalmarkt und Anlegerinteressen _____	203
A. Kapitalmarkt und Kapitalmarktrecht _____	203
B. Regelungsziele des Kapitalmarktrechts _____	204
I. Funktionenschutz _____	204

II. Anlegerschutz	205
III. Entwicklungstendenzen – Sonderrecht für kapitalmarktnahe Gesellschaften	206
C. Kapitalmarktrechtliche Gesichtspunkte von Aktienrückkäufen	208
D. Insiderrecht, Transparenz und Information	210
I. Europarechtliche Vorgaben (Marktmissbrauchsrichtlinie)	210
II. Umsetzung durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz 2004	210
III. Rückkaufprogramm als Insiderinformation, § 13 WpHG	212
1. Insiderhandelsverbot beim Erwerb eigener Aktien	212
a) Konkrete Information bei einem mehrstufigen Entscheidungsprozess	212
b) Nicht öffentlich bekannte Information	215
c) Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung	216
d) Verwenden der Insiderinformation Aktienrückkauf, § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG	218
2. Ad-hoc-Publizität gemäß § 15 Abs. 1 und 3 WpHG	221
IV. Sonstige Veröffentlichungs- und Berichtspflichten	226
1. Aktienrechtliche Publizitätsvorschriften	226
2. Veröffentlichungspflichten nach §§ 21 ff. WpHG	227
a) Meldepflichten der Gesellschaft nach § 26 Abs. 1 S. 2 WpHG	227
b) Eigene Aktien und Meldepflichten Dritter gemäß §§ 21 ff. WpHG	228
E. Kursmanipulation	230
I. Begriffsklärung	230
II. Kursbeeinflussende Wirkung von Aktienrückkäufen	231
III. Das Kursmanipulationsverbot in § 20a WpHG	236
1. Das Verhältnis zu gesellschaftsrechtlichen Regeln	236
2. Entwicklung und Überblick über die gesetzliche Regelung	238
3. „Safe Harbour“ – EU-Verordnung 2273/2003	239
a) Erklärung	239
b) Das US-Vorbild – rule 10b-18 SEC	240
c) Anwendungsbereich der EU-Verordnung 2273/2003	241
d) Publizität	245
e) Preislimit	248
f) Handelsvolumen	248
g) Einschränkungen	250
h) Ausnahme für den Eigenhandel der Banken	251
i) Programmieretes Rückkaufprogramm	251
j) Würdigung und Kritik	252

4.	Erwerb über die Börse außerhalb des „safe harbour“ VO 2273/2003 _____	254
a)	Fallgruppen _____	254
b)	Schaffung nationaler „ safe harbours“? _____	255
c)	Behandlung als zulässige Marktpraxis _____	257
5.	Rückkaufprogramm außerhalb der Börse _____	259
IV.	Zusammenfassung _____	260
F.	Aktienrückkäufe und Übernahmerecht _____	260
I.	Auswirkungen des Wertpapierwerbs- und Übernahmegesetzes _____	260
II.	Passiver Kontrollerwerb infolge eines Aktienrückkaufs _____	261
III.	Übernahmerechtliche Regulierung von Rückkaufprogrammen _____	263
1.	Anwendbarkeit des WpÜG auf „self tender offers“ _____	263
2.	Direkte Anwendung _____	266
a)	Wortlaut _____	266
b)	Historisch-teleologische Auslegung _____	268
c)	Systematik _____	273
3.	Analoge Anwendung _____	275
a)	Vorliegen einer unbewussten Regelungslücke _____	275
b)	Vergleichbarkeit der Sachverhalte _____	276
c)	Ergebnis _____	277
4.	Regelungsbedarf oder Regelungsredundanz? _____	278
G.	Ergebnis _____	279
Kapitel 5 Schluss _____		281
A.	Reformmöglichkeiten nach der neuen Kapitalrichtlinie _____	281
I.	Überblick zu den Änderungen der Richtlinie 77/91/EWG _____	281
II.	Einzelpunkte _____	282
1.	Aufgabe der Zehnprozent-Grenze nach § 71 Abs. 2 S. 1 AktG _____	282
2.	Verlängerung der Geltungsdauer der Erwerbsermächtigung _____	283
3.	Erleichterung der Finanzierung des Anteilserwerbs _____	283
4.	Einführung rückerwerbbarer Aktien (redeemable shares) _____	285
B.	Entwurf eines neuen Konzepts _____	288
I.	Das feste Nennkapital als Störfaktor _____	288
II.	Ausgangspunkt: Funktion der eigenen Aktien _____	290
III.	Umsetzung und Umsetzbarkeit _____	293
1.	Einzelpunkte _____	293
a)	Bewegliches Grundkapital und Vorratskapital _____	293
b)	Bezugsrechte auf Vorratsaktien _____	295
c)	Bilanzielle und steuerliche Behandlung _____	296
2.	Vereinbarkeit mit der Kapitalrichtlinie _____	297

IV. Lockerung der Kapitalbindung für Aktienrückkäufe _____	298
1. Konsequenzen der derzeitigen Regelung des § 57 AktG _____	298
2. Alternative: Solvenzttest _____	302
3. Bewertung und Ausblick _____	304
C. Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse _____	305
Literaturverzeichnis _____	311